



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2012

---

## **Wie Kultur die Anleger beeinflusst**

Hens, Thorsten

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-62739>

Newspaper Article

Originally published at:

Hens, Thorsten. Wie Kultur die Anleger beeinflusst. In: Finanz und Wirtschaft, 43, 30 May 2012, 16.

# Wie Kultur die Anleger beeinflusst

Serie (Teil 2) – Kulturelle Unterschiede auch in Finanzfragen – Lateinische Länder ungeduldig und risikoscheu – Nordeuropäer cool

THORSTEN HENS

Trotz der fortschreitenden Globalisierung gibt es weiterhin kulturelle Unterschiede. Auf der Welt werden rund 6500 Sprachen gesprochen, die Essgewohnheiten sind verschieden, und auch das Sozialverhalten unterscheidet sich je nach Region. Die traditionelle Finanzökonomie jedoch zeigt sich von der kulturellen Vielfalt ziemlich unbeeindruckt. Sie behauptet: Wenn's ums Geld geht, sind wir alle gleich. Jeder Anleger kann heute mit ein paar Klicks jedes Wertpapier dieser Welt handeln. Und die traditionelle Finance stellt fest: Am Ende wollen wir alle dasselbe – eine hohe Rendite ohne ein zu grosses Risiko.

Vor rund zwanzig Jahren haben Forscher der Behavioural Finance damit begonnen, die Frage zu klären, ob es nicht doch auch im Anlegerverhalten kulturelle Unterschiede gibt. Sie vermuten – selbst unter der Annahme, dass die Investoren überall den Rendite-Risiko-Trade-off, das Abwägen zwischen Rendite und Risiko, beachten –, dass die Kultur etwa in der Auswahl der Wertanlagen, beim Zeithorizont und bei der Risikoaversion eine Rolle spielt. Schliesslich betont die Behavioural Finance, dass es zwar nur einen Weg gibt, wie man sich rational verhält, es aber viele Arten gibt, sich irrational zu verhalten. Also könnte es auch sein, dass unsere Kultur bestimmt, in welche psychologischen Fallen wir beim Anlegen tappen. Nicht nur gibt es faszinierende kulturelle Unterschiede im Investorenverhalten, sie beeinflussen auch die Renditen auf den Aktienmärkten.

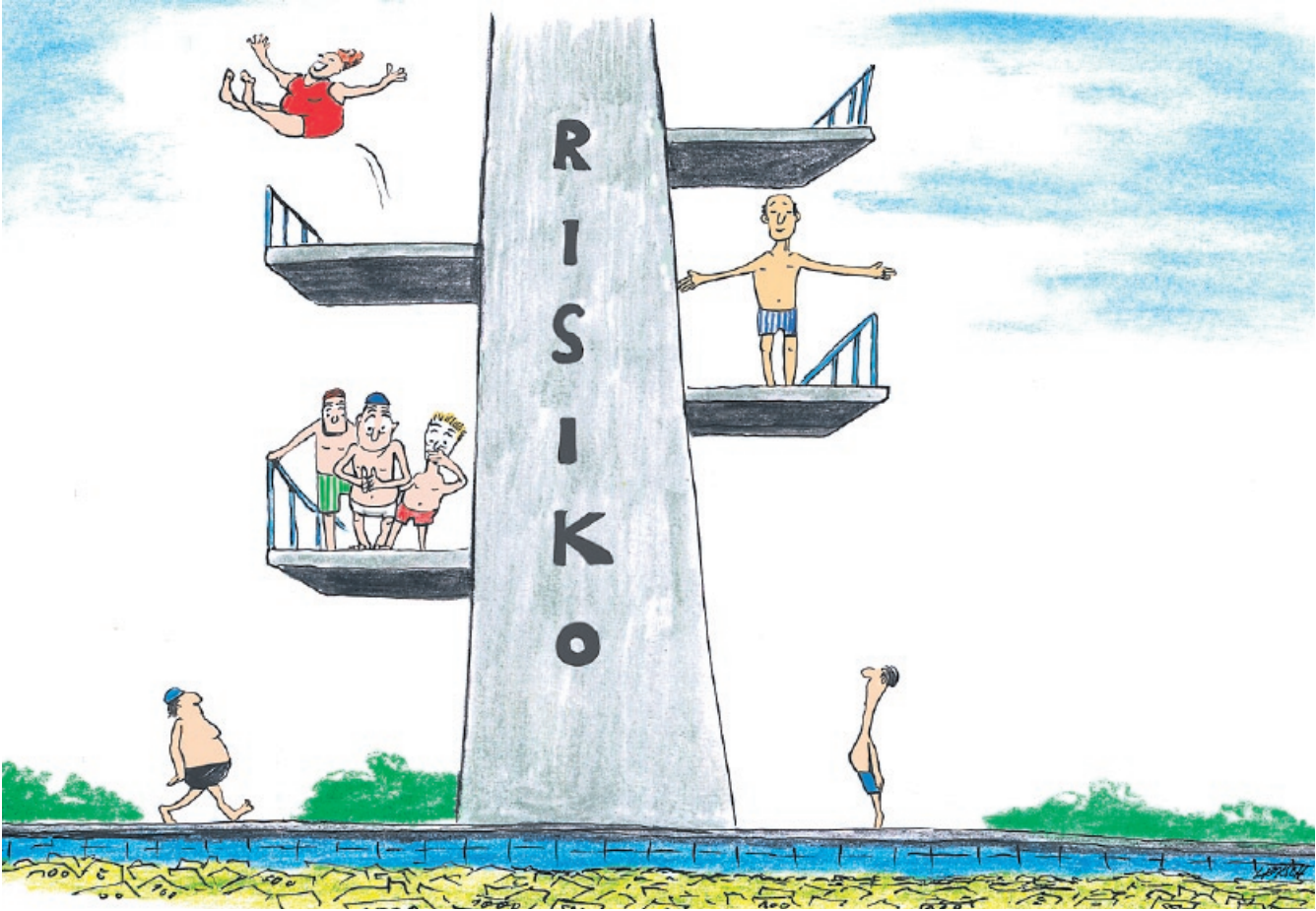
### Was ist Kultur?

Kultur ist im weitesten Sinn alles, was der Mensch gestaltend hervorbringt. Wenn man die Kunstschätze der Welt ansieht, so kann man wunderbar die kulturellen Unterschiede erfassen, die es in verschiedenen Regionen gab und teils noch heute gibt. Aber wie kann man Kultur messen und mit so etwas Banalem wie Anlageverhalten und Marktrenditen in einen numerischen Zusammenhang bringen?

Weil Anlegerverhalten ein Teil unseres Sozialverhaltens ist, helfen uns die kulturellen Dimensionen, die der weltberühmte niederländische Soziologe Geert Hofstede ermittelt hat, weiter. Hofstede hat herausgefunden, dass unser Sozialverhalten am besten anhand von fünf Dimensionen beschrieben werden kann: der Ungleichheit von Macht und Vermögen, der Belohnung von individuellen oder kollektiven Leistungen, den Geschlechterunterschieden in der Gesellschaft, der Intoleranz gegen Unsicherheit und dem Respekt für Traditionen (vgl. Grafik 1).

Die Grafik zeigt, welche Länder die extremsten Ausprägungen der fünf Hofstede-Dimensionen haben. Auf Hofstedes Website (Geerthofstede.com) kann man sich Land für Land Land durch die kulturellen Unterschiede klicken. Die Schweiz bewegt sich mehr oder minder im Durchschnitt, mit Unterschieden je nach Sprachregionen (vgl. Text nebenan). So ist zum Beispiel die Risikoscheu in der lateinischen Schweiz grösser als im deutschsprachigen Landesteil

In der bislang weltweit umfangreichsten Studie zu kulturellen Unterschieden in der Finanzökonomie haben meine Kolle-



gen Mei Wang und Marc Oliver Rieger sowie ich vor kurzem die Zeitpräferenzen, das Risikoverhalten und die Behavioural Biases (psychologische Fallen im Investorenverhalten) von über 6000 Anlegern in 50 Ländern ermittelt. Gruppirt man die Ergebnisse nach kulturellen Regionen, so zeigen sich erstaunliche Differenzen: Zum einen sind die Anleger in den nordischen und den deutschsprachigen Ländern die geduldigsten, während die afrikanischen vor Südeuropa am ungeduldigsten sind. Zum anderen können die Anleger in den angelsächsischen Ländern am besten Verluste verkraften, während die Investoren in Osteuropa und in den lateinischen Ländern am meisten unter einem Fehlentscheid leiden und entsprechend die höchste Risikoscheu haben (Grafik 2).

Obwohl jeder Anleger wie erwähnt heutzutage mit ein paar Klicks jedes Wert-

papier dieser Welt handeln kann, stellt man immer wieder fest, dass es eben doch nicht getan wird. Die Konzentration auf den Heimatmarkt ist offensichtlich. Die Deutschen kaufen zu 80% deutsche Aktien, die Franzosen zu 90% französische und die Amerikaner zu 110% amerikanische – über 100% deshalb, weil man in Amerika auch gerne mit Leverage, also mit Schulden, investiert. Das ist der immer wieder dokumentierte Home Bias.

### Auswirkung auf Rendite

Es ist aus diesem Grund womöglich doch so, dass regional unterschiedliche Kulturen nicht nur das Anlegerverhalten, sondern sogar die Marktrenditen beeinflussen. Bevor man den Zusammenhang zwischen individuellem Anlegerverhalten und Marktrendite verstehen kann, muss

man sich allerdings das Prinzip des ökonomischen Gleichgewichts vor Augen führen. Wie sagte meine Grossmutter schon so passend: Wenn alle dasselbe wollen, bekommt keiner was. Was heisst das für den Finanzmarkt?

Mit Aktieninvestments sind bekanntlich grössere Unsicherheiten verbunden, man kann mit Dividendenpapieren eher Geld verlieren als mit Obligationen. Und nur wer langfristig in Aktien investiert, kann damit rechnen, eine ansprechende Performance oder Rendite (Kursertrag und Ausschüttung) zu erzielen. Die Renditen, die im ökonomischen Gleichgewicht die Entschädigung für das Halten von Aktien sind, sollten also in Regionen, in denen die Investoren mehr unter Unsicherheit leiden respektive stärker verlustavers sind und kurzfristiger anlegen, tendenziell höher sein als in anderen Regionen.

In der Tat finden Wang und Rieger, dass der Uncertainty Avoidance Index (UAI) von Hofstede die regionalen Unterschiede in der längerfristigen Überrendite von Aktien zu Obligationen (Equity Premium oder Aktienprämie) erklären kann. Und Chui, Titman und Weil stellen in ihrem 2010 im «Journal of Finance» publizierten Artikel fest, dass Hofstedes Individualismus-Index (IDV) die Überrendite von Momentumstrategien gegenüber der Marktrendite erklären kann (bei der Momentumstrategie werden Aktien gekauft, die zulegen, in der Erwartung weiterer Kurssteigerungen).

### Prämie für Value vs. Growth

Schliesslich zeigt eine aktuelle Arbeit meiner Doktorandin Nilufer Caliskan und von mir, dass man die regional unterschiedliche Überrendite von Value-Strategien (Kauf von unterbewerteten Aktien) gegenüber der Marktrendite mit der Geduldigkeit und der Verlustaversion der Anleger erklären kann. Um eine respektable Performance mit Value-Aktien einzufahren,



## Die Serie im Überblick

Würden sich Anleger rein rational verhalten, wären die Finanzmärkte wohl effizient oder zumindest weniger schwankungsanfällig als in den letzten Jahren. Dass für die Preisbildung und die Marktdynamik die **Psychologie** eine wichtige Rolle spielt, ist kein Geheimnis. Gleichwohl wird ihr Einfluss oft unterschätzt oder verdrängt. Der Autor dieser Serie schliesst die Lücke. **Prof. Thorsten Hens** befasst sich mit der Irrationalität der Anleger und erforscht ihr Verhalten und das Funktionieren der Märkte unter **evolutionstheoretischen, psychologischen und neurologischen Gesichtspunkten**. Im Bereich der Evolutionary und der Behavioural Finance gehört er zu den **führenden Wissenschaftlern**. Wöchentlich berichtet er in dieser FuW-Serie über neueste Erkenntnisse, das typische **Anlegerverhalten**, die Fehler und was die Lehren daraus sind.

Schon erschienen sind: **Einführung** (Nr. 39, 16. Mai) und **Teil 1** Behavioural Biases (Nr. 41, 23. Mai). Es folgen noch:

**Teil 3:** Das passende Risikoprofil – wie identifizieren und umsetzen.

**Teil 4:** Neurofinance – was Investoren von der Hirnforschung lernen können.

**Teil 5:** Die Medien und der Finanzmarkt – ausgleichend oder aufschaukelnd?

**Teil 6:** Marktanomalien und die Frage: Value oder Momentum?

muss man noch mehr Verluste tolerieren können und geduldiger sein, als wenn man in einen Marktindex investiert. Grafik 3 verdeutlicht die Risikoaversion und die Geduld in einzelnen Ländern bezüglich der Value-Prämie (Value, hohes Buch-Kurs-Verhältnis) minus Growth (tiefes Buch-Kurs-Verhältnis). Der Geduldsfaktor zum Beispiel wurde mit der Frage ermittelt «Lieber 3000€ jetzt oder 3300€ später bekommen?» Auch da zeigt sich: je niedriger die Geduld resp. je höher die Verlustangst, desto höher die (verlangte) Prämie.

Die kulturelle Vielschichtigkeit zeigt sich also auch in den Marktrenditen. Es bleibt zu untersuchen, ob sich diese Unterschiede mit der fortschreitenden Globalisierung «abschleifen» wie die Unterschiede in unseren Sprachen, unseren Essgewohnheiten und unserem Sozialverhalten.

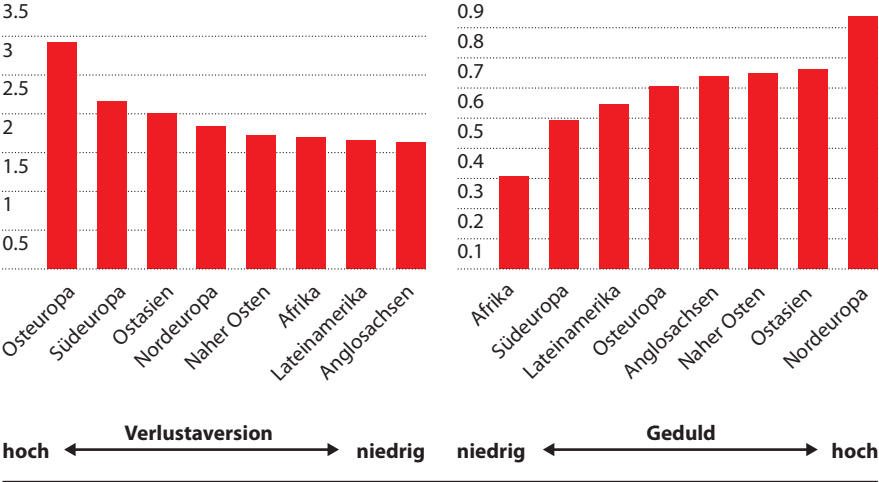
Thorsten Hens ist Swiss-Finance-Institute-Professor, Leiter des Instituts für Banking und Finance an der Universität Zürich und Partner von Behavioural Finance Solutions (BhFS).

### Hofstedes Dimensionen 1

| Power Distance Index – PDI                              |                    |                    |
|---|--------------------|--------------------|
| Ungleichheit von Macht und Vermögen                     |                    |                    |
| Individualism – IDV                                     |                    |                    |
| Belohnung von individuellen oder kollektiven Leistungen |                    |                    |
| Masculinity – MAS                                       |                    |                    |
| Geschlechterunterschiede in der Gesellschaft            |                    |                    |
| Uncertainty Avoidance Index – UAI                       |                    |                    |
| Intoleranz gegen Unsicherheit                           |                    |                    |
| Long-Term Orientation – LTO                             |                    |                    |
| Respekt für Traditionen                                 |                    |                    |
|   | tiefste Ausprägung | höchste Ausprägung |
| PDI   | Österreich         | Malaysia           |
| IDV   | Kolumbien          | USA                |
| MAS   | Norwegen           | Japan              |
| UAI   | Dänemark           | Griechenland       |
| LTO   | Tschechien         | China              |

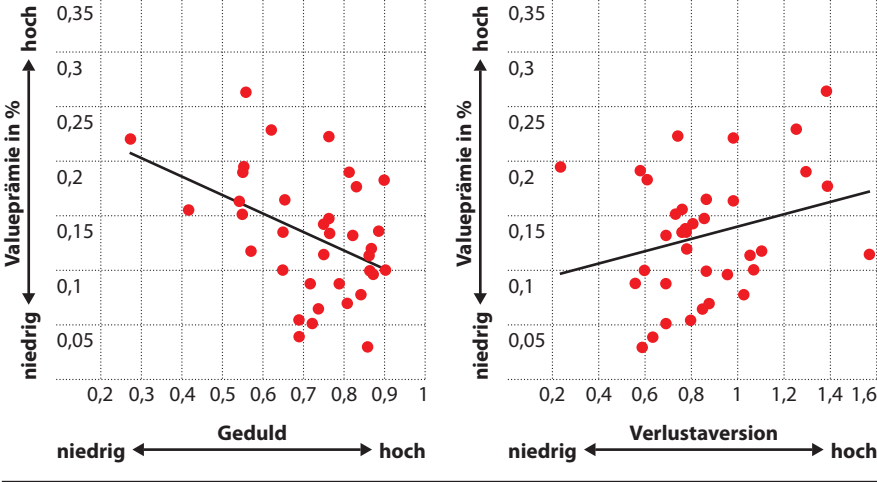
Quelle: Hofstede, Hens / Grafik: FuW, br

### Verlustaversion und Geduld 2



Quelle: Mei Wang, Marc Oliver Rieger / Grafik: FuW, br

### Valueprämie (Value minus Growth) 3



Quelle: Nilüfer Caliskan / Grafik: FuW, br